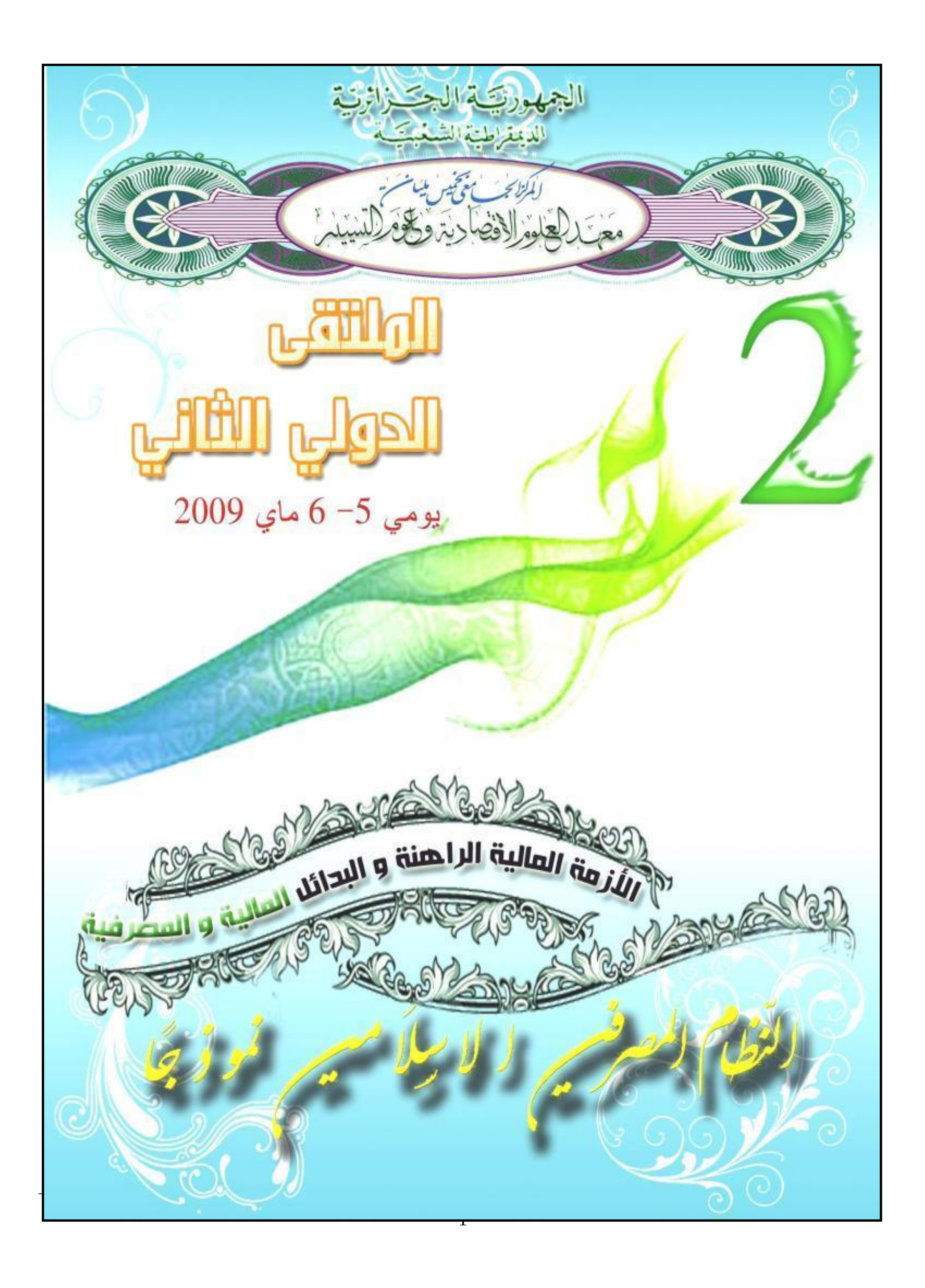


الجمهورية الجزائرية
الديمقراطية الشعبية
المركز الجامعي خميس مليانة
معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير
الملتقى
الدولي الثاني
يومي 5- 6 ماي 2009
الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية
النظام المصرفي الاسلامي نموذجا

التوريق و أزمة المالية العالمية.

أ. يوسفات علي جامعة أدرار.

أ. بوزيان رحماني هاجر المركز الجامعي خميس مليانة.

تمهيد:

يعد التوريق أحدث أبتكر نوعي في الأدوات المالية منذ ثمانينات القرن العشرين، وكان له دور المهم في تطور البورصات العالمية الرئيسية و الهندسة المالية (Financial Engineering)، إلا أن مبدأ بيع الديون القائم في عملية التوريق معروف منذ القدم، ولكن إضافات الحديثة لهذا المبدأ كانت تحويل هذا الدين إلى أوراق مالية قابلة للتدوال، يتم من خلال تحويل الخطر من الجهة المنشئة إلى المستثمر، كما أن هذه الأوراق المالية ترفق بضماناتها و تدفقاتها المالية وفق شبكات متداخلة من العلاقات بين المؤسسات المالية و المؤسسات المتخصصة في التوريق و وكالات التصنيف الائتماني و مؤسسات التأمين و المستثمرين و أصحاب الديون، و مقدمي الخدمات الإدارية ، وكان لتطبيقات العديدة و المهمة في توريق عدة أنواع من القروض، مما فتح مجال جديد أمام الصناعة المالية التقليدية، و تدفقات مهمة لسيولة الناجمة عن هذه العملية، و طفرة نوعية في الصناعة المالية برمتها، مما جعل أهم مصدر من مصادر الأدوات المالية المتنوعة و المختلفة و صناعة قائمة بذاتها، و لقد شملت عمليات التوريق تقربيا كافات قطاعات المالية ، من بطاقات الائتمان، قروض الاستهلاكية و قروض السيارات و قروض الطلبة... و غيرها، و لكن كان أهمها و أكبرها قروض الرهن العقاري.

و لكن مع انفجار فقاعة الإسكان الأمريكي خلال عام 2006، ثم تطورها فيما بعد للأزمة مالية عالمية 2008/2007 بعد انهيار بنك الاستثمار " ليمان براذرز" الأمريكي، وجهت أصابع الاتهام إلى الأدوات المالية المورقة كأحد أبرز متسببين في الأزمة.

يحاول هذا البحث الوقوف على ماهية التوريق و آلياته و كيف تسببه في الأزمة المالية، كما يحاول هذا البحث الوقوف على التوريق الإسلامي كأحد أدوات المالية التي تأخذ بمفهوم العام للتوريق و رأي الشريعة الاسلامية من هذه العمليات، و كبديل إسلامي لعمليات التوريق التقليدية.

نقسم هذا البحث إلى ثلاثة محاور أساسية وهي:

أولا: ماهية التوريق.

ثانياً: أهم مثال عن عمليات التوريق (سوق الرهن العقاري الأمريكي).

رابعا: التوريق الإسلامي

أولا: ماهية التوريق.

1- تعريف التوريق (Securitization):

التوريق لغة هو إخراج الأوراق، و اصطلاحا هو تحويل القروض و أدوات الديون غير السائلة إلى الأوراق مالية سائلة (أسهم و سندات) قابلة للتداول في أسواق المال، و هي أوراق تستند إلى ضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة، و لا تستند إلى مجرد القدرة المتوقعة للمدين على السداد من خلال التزامه العام بالوفاء بالدين [1].

و التعريف التالية يبين الهدف الرئيسي من التوريق على أنه إصدار أوراق المالية (كسندات) عوضاً عن الاقتراض المباشر من المصارف، أي أنه عملية تحويل إلى أوراق مالية قابلة للتداول[2].

و تعرف كذلك بأنها العملية التي من خلالها يقوم المصدر بإنشاء أداة مالية عن طريق الجمع بين الأصول المالية الأخرى، و بعد ذلك يقوم بتسويقها على مختلف المستويات المستثمرين في شكل أوراق مالية، كما أن هذه العملية يمكن أن تشمل أي نوع من الأصول المالية و التي تعزز السيولة في السوق[3].

السندات المضمونة بالرهن العقاري MBS (Mortgage-backed securities) هي أحسن مثال عن السندات المورقة، الرهون العقارية عن طريق الجمع بين واحد إلى مجمع كبير ، المصدر يمكن تقسيم المجمع الكبير إلى قطع أصغر كل فرد على أساس الرهن العقاري الأصلي للخطر التخلف عن الدفع وبعد ذلك بيع هذه القطع أصغر للمستثمرين.

هو أداة مالية مستحدثة تفيد قيام مؤسسة مالية بحشد مجموعة من الديون المتجانسة والمضمونة كأصول، ووضعها في صورة دين واحد معزز ائتمانيا ثم عرضه على الجمهور من خلال منشأة متخصصة للاكتتاب في شكل أوراق مالية، تقليلا للمخاطر، وضمانا للتدفق المستمر للسيولة النقدية للبنك، لذلك يتمثل مصطلح التوريق (التسنيد) في تحويل القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول Marketable Securities أي تحويل الديون من المقرض الأساسي إلى مقرضين آخرين، بصفة عامة عملية التوريق هي تؤدي إلى تحويل القروض من أصول غير سائلة إلى أصول سائلة.

يعد لويس س. رانييري (Lewis S. Ranieri) رئيس خبراء السندات المضمومة بالرهن العقاري السابق لشركة سالومون براذرز (Salomon Brother) ، من اختراع مصطلح التوريق خلال سبعينيات القرن العشرين [4]، و يرجع أولى عمليات التوريق إلى سوق الرهن العقاري الأمريكي، عندما اشتدت أزمة الإسكان في الولايات المتحدة الأمريكية، و عجزت مؤسسات الأوراق المالية عن الوفاء باحتياجات السوق من القروض العقارية ، تمت أول عملية توريق عن Freddie Mac و Salomon Brother من محفظة رهونات Perpetual Savings و هي إحدى الكيانات التي يقع مقرها الرئيسي في واشنطن[5].

2– هدف التوريق: [6].

– الربط الديون الأصلية بالأوراق المالية مباشرة من خلال تجميع الديون في شكل محفظة، و حوالة المحفظة ثم إصدار أوراق مالية مقابل تلك المحفظة مضمونة بضماناتها (الضمانات المتعلقة بالأصول) [7].

– قد يحتاج المصدر إلى مصدر نقدي لتمويل مشروعاته التوسيعية و يعتبر التوريق من أسهل الوسائل للحصول على التمويل و السيولة بالمقارنة إلى الاقتراض (من خلال البنوك أو إصدار سندات) أو زيادة رأس المال (عن طريق طرح أسهم الشركة للاكتتاب في البورصة) بسبب التكلفة الباهضة لهذين الاختيارين و تأثيرهم على لموقف المالي للشركة[8].

– رغبة البنك في مباشرة أنشطة مربحة خارج الميزانية Off Balance Sheet، بمعنى أنها لا تسجل في قوائم الميزانية و لا تستخدم رأس مال البنك، مثل نشاط استبدال العملات، أو صفقات الصرف الأجنبي الآجلة، و التوريق[9].

– التوريق قائم على الفصل بين التمويل القرض و إنشائه و خدمته و تحمل مخاطره.

– يحمل المستثمر في نهاية عملية التوريق مخاطر هذه العملية، كما يتخلص البنك من مخاطره عدم السداد و يرفع ملاءته و جدارته الائتمانية.

– الحاجة إلى السيولة النقدية لمواجهة عمليات إقراض جديدة أو الوفاء بالتزامات مالية اتجاه الغير، أو حتى مجرد الرغبة في زيادة رأس المال، دون اللجؤ إلى فتح رأس المؤسسة (المساهمين الجدد)، أو دون الاقتراض (المحافظة على الجدارة الائتمانية).

3– أساليب التوريق: يتم التوريق بأحد الأساليب الثلاثة التالية [10]:

أ– استبدال الدين: إن تحقيق عملية التوريق من خلال هذا الأسلوب يسمح باستبدال الحقوق و الالتزامات الأصلية بأخرى جديدة غير أنه يقتضي الحصول على موافقة جميع الأطراف ذات الصلة بالقرض على إمكانية تحويله كلياً أو جزئياً إلى ورقة مالية.

ب– التنازل: و مؤداه التنازل عن الأصول لصالح الدائنين أو المقرضين و يشيع استخدام هذا الأسلوب في توريق الذمم الناشئة عن بيع بعض الأصول أو إيجارها، ففي عقدي الإيجار و البيع يتم الاستمرار في دفع الأقساط إلى الممول الأصلي الذي يقوم بدوره إما بتحويلها إلى مشتري الذمم الدينية أو تسديدها ضمن سلسلة من الحوالات متفق عليها عند التعاقد على التوريق و بالمقابل يقوم باسترداد المبلغ من المؤجرين.

ج– المشاركة الجزئية: يتضمن هذا الأسلوب بيع لذمم المدينة من قبل الدائن الأصلي إلى مصرف متخصص بشراء الذمم و تمويلها و لا يحتمل بائع الدين بعدها أي مسؤولية فيما لو عجز المدين عن التسديد لذلك يجب على مشتري الدين التأكد من أهلية المدين و جدارته الائتمانية و يلاحظ أن

هناك طرقا عديدة لحماية هذا المشتري تتراوح بين حصوله على ضمانة عقارية و حقوق إدارة الدين كوصي عليها.

4- مراحل التوريق: تمر عملية التوريق بالمراحل التالية [11]:

- عند زيادة بنك لرأس ماله لغرض أو لاخر أو حين يحتاج لسيولة نقدية فإنه لن يكون لديه إلا طريق من ثلاثة : فإما ان يطرح أسهما لزيادة راس المال للإكتتاب العام، أو يلجأ للاقتراض من بنك أو بنوك أخرى، أو أخيرا، بطرح سندات مديونية للإكتتاب العام، وهو ما يعد قرضا جماعيا مقابل فائدة ثابتة ولآجال طويلة وهو ما يفضله حملة الأسهم بالبنك خشية إدخال مساهمين جدد يقاسمونهم الأرباح عند ولوج الطريق لأول، أو بالتعرض لضغط فائدة بنكية مرتفعة أو آجال قصيرة لسداد أصل مبلغ القرض المصرفي في الحالة الثانية .

- في حالة إصدار سندات المديونية فإن البنك قد يمنح حق الدائنين حق امتياز أو اختصاص أو رهن على بعض ممتلكاته، وفي كل الأحوال فإن الدائنين سيعولو ن – بالدرجة الأولى – في شأن الوفاء بديونهم على البنك فإذا ما تعرض لاضطراب يخل بمركزه المالي أو يضطره للإفلاس، فإن الوفاء بقيمة السندات يصبح معرضا لخطر العجز عن الوفاء أو على الأقل الوفاء المتأخر لاجال غير معلومة أو منضبطة .

- أسلوب التمويل المنظم يفيد جميع الأطراف ويتم ذلك بفصل مصدر الوفاء بقيمة فوائد سندات الديون واصل مبلغ القرض عن البنك نفسه، ولكن يثور التساؤل حول كيفية تنفيذ ذلك .

- إجابة السؤال السابق تتلخص في بيع البنك بعض أصوله المضمونة Secured Assets بسعر مخفض لمنشأة متخصصة [12]. غالبا ما تكون في صورة بن ك متخصص في ذلك النشاط – يطلق عليها " وسيلة ذات غرض خاص " Special Purpose Vehicle (SPV). من المستبعد تعرضها للإفلاس من خلال دعمها ائتمانياً فتدخل الأصول في الذمة المالية للبنك المتخصص وتبتعد عن مخاطر افلاس البنك الراغب في التوريق .

- هذه الأصول تكون في معظم الأحيان سندات مديونية Receivables مضمونة بحقوق رهن أو ملكية لدى البنك الذي يكون دائنا بها لمجموعة من المدنيين الذين يكونون غالبا مقترضين وتجسد هذه السندات مديونياتهم للبنك فتنتقل الأصول (سندات المديونية) بضماناتها للمنشأة المتخصصة (SPV).

- تصدر المنشأة ذات الغرض الخاص أوراقا مالية تكون غالبا سندات بعلاوة إصدار وبقيمة تعادل قيمة الديون محل التوريق Leveraged Buyout (LBO) [13]. وذلك للحصول على سيولة

نقدية يمكنها من شراء سندات المديونية ولذلك يطلق على تلك المنشأة أحيانا وصف " المصدر " Issue وغالبا ما تلجأ الــ (SPV) للقروض المصرفية البسيطة لتمويل شراء السندات مع مراعاة أن تكون مواعيد وفاء المدينين بقيمة السندات وفوائدها قبل أو عند حلول آجال الوفاء بقيمة القرض المصرفي.

- المستثمر الذي يشتري الأوراق المالية المصدرة من المنشآت ذات الغرض الخاص يكون شاغله الأساسي ما تدره هذه الأوراق من فوائد دون أن يعني كثيرا بائتمان البنك البائع لسندات المديونية .
- الفصل بين البنك البادئ لعملية التوريق من خلال سندات مديونياته – ويطلق عليه اصطلاح البادئ للتوريق The Originator لهذا السبب – وبين هذه السندات ذاتها يمكنه بسرعة وقبل حلول تاريخ استحقاق مديونياته لدى المدينين الاصليين (المقترضين غالبا) زيادة قدرته التحويلية بكلفة منخفضة عن طريق ما تصدره ل ــ(SPV) من الأوراق المالية أكثر مما لو كان البنك هو الذي أصدر هذه الأوراق المالية وتجشم مصاريف إصدارها وما يرتبط بذلك الإصدار من عمليات الترويج والدعاية والاكتتاب ... الخ .
- يتعين على البنك البادئ للتوريق والــ SPV ضرورة الاتفاق بشكل بالغ الأهمية ومحدد على التوفيق ما بين تواريخ إستحقاق المتحصلات النقدية من المدينين وتواريخ استحقاق المستثمرين لفوائد ديونهم .
- يجب أن يحرص أطراف صفة التوريق على التوفيق ما بين أقيام الفوائد المقررة على الديون الأصلية واقيام الفوائد على الأوراق المالية الموجودة بحوزة المستثمرين .

5– شركات التوريق: و تسمى غالبا في أدبيات الهندسة المالية، بوسيلة ذات غرض خاصة (SPV) أو اختصارا لــ (Special purpose vehicle) ، أو تسمى كيانات إبعاد الافلاس (SPE) أو اختصارا لــ (Bankruptcy-remote special purpose entity)، و تسمى كذلك وسيلة الاستثمار المنظمة (SIV) أو اختصارا لــ(Structured Investment Vehicle) أو شركات الغرض الخاص (SPC) أو اختصارا لــ (Special Purpose Corporation)[14] ؛ و هذا الاختلاف راجع لتعدد مجالات التوريق بداءاً من القروض المنزلية Home Loans ، القروض العقارات التجارية Commercial Real Estate Loens ، قروض السيارات Auto Loans ، مقبوضات بطاقات الائتمان Credit Card Receivables ، القروض البحرية Marine Loans ، قروض الطلبة Student loans ... ألخ.

تعرف بأنها مؤسسة متخصصة قائما بذاتها ينشئها البنك الدائن خصيصا لتوريق الدين، و تعتبر تابعة له و لكن ذات ميزانية و ذمة مالية مستقلة [15].

– التوريق في الجزائر:

ظهر التوريق في الجزائر كقانون ينظم هذه العملية المالية دون وجود فعلي لها. و قانون التوريق أو ما يصطلح عليه في القانون الجزائري بـــ " **توريق القروض الرهينة** "، القانون رقم 06-05 الصادر في 20 فبراير2006 ، ويمكن تلخيص هذا القانون في النقاط التالية: [16]

- يهدف هذا القانون لتحديد الإطار القانوني لتحويل القروض الرهنية إلى أوراق مالية.
- يقتصر دور مؤسسة التوريق في الجزائر حسب القانون، على شراء القروض التي تمنح من طرف المؤسسات المتنازل عنها في الذمة المالية لمؤسسة التوريق.بمجرد أن تصبح عملية التوريق فعلية مع ضرورة نقل الضمانات و التأمينات المتعلقة بالقروض لمؤسسة التوريق.

رغم وجود هذا النص القانوني إلا أن التطبيق الفعلي لتقنية توريق القروض ما يزال يندرج ضمن المشاريع المستقبلية لمؤسسة إعادة التمويل الرهني [و هي مؤسسة مالية تم إنشائها في 1997 لغرض إعادة تمويل القروض الرهينة] .

ثانياً: أهم مثال عن عمليات التوريق (سوق الرهن العقاري الأمريكي).

يعد سوق الرهن العقاري الأمريكي أبرز صور التوريق ازدهاراً، إذ بلغ حجم السندات المورقة فيه عشرات التريليونات من دولارات امريكية، و نظراً لحيوية و أهمية هذا القطاع في الاقتصاد الأمريكي و العالمي بسبب الحجم الكبير لأوراق المالية المورقة منه و أهمها الأوراق المالية المدعومة برهن عقارية MBS ، التزامات الدين المضمونة CDO ، وغيرها، و التي تم تداولها على المستوى المؤسسات المالية العالية كانت هي وراء أهم أزمة مالية عالية بعد الكساد العظيم 1929.

1– مكونات سوق الرهن العقاري الأمريكي.

1-1- المؤسسات العاملة للسوق الأمريكي التي لها علاقة مباشرة يعمل السوق ثلاث هي:

أ– دائرة الإيرادات الداخلية: و تضع مواصفات و شروط قيام جمعيات الادخار و التسليف تتأكد من هذه الشروط و توافرها حتى للجمعية الاستفادة من الاعتداءات الضريبية التي منحها القانون.

ب– الهيئة الاتحادية للتأمين على الودائع و القروض: وهي الحكومية التي يؤمن لديها ودائع الجمهور في مؤسسات الادخار و التسليف.

جـــ البنك الاتحادي للقروض المنزلية: و يشكل مصدر سيولة مركزية لجمعيات الادخار و التسليف حتى يمكنها أن تقترض منه عند الحاجة.

هناك جهات أخرى تبيع و تشتري القروض السكنية شراءًا و بيعاً كاملاً هي:

أ– الجمعية العقارية الوطنية الفيدرالية و الجمعية العقارية الوطنية الحكومية: و هاتان الجمعيتان من أبرز وسطاء السوق الثانوي حيث تتعامل الأولى بشكل أساسي بالقروض المؤمن عليها و المضمونة من الحكومة بالإضافة إلى القروض العادية و مصادر تمويلها تأتي من رأسمالها المدفوع و الاقتراض من الحكومة و مصادر أخرى إما لجمعية ثانية فهي تتعامل بالقروض المؤمن عليها و المضمونة من الحكومة و خاصة القروض الصغيرة كما أن هذه الجمعية تقوم بدور آخر و هي ضمان السندات التي تطرحها المؤسسات العقارية الكبيرة و من ضمنها جمعيات الادخار و التسليف.

ب– المؤسسات الاتحادية للقروض المنزلية: و هي أحد الأجهزة للبنك الاتحادي للقروض المنزلية و هدفها دعم السوق الثانوي في القطاع الخاص و هي تبيع و تشتري القروض العادية و تساعد في توثيق القروض حتى للمستثمرين تداولها بسهولة.

ج – البنوك العقارية: و هي تعمل كوسيط مالي في السوق الثانوي، حيث تتقبل شراء قروض من شركات التأمين و صناديق التعاقد.

د– الوسطاء الماليون: و تشمل هذه الفئة البنوك التجارية و شركات التأمين و صناديق التعاقد و صناديق النقابات و كذلك الأفراد الذين يقومون عادة بشراء القروض من الجمعيات العقارية المشار إليها.

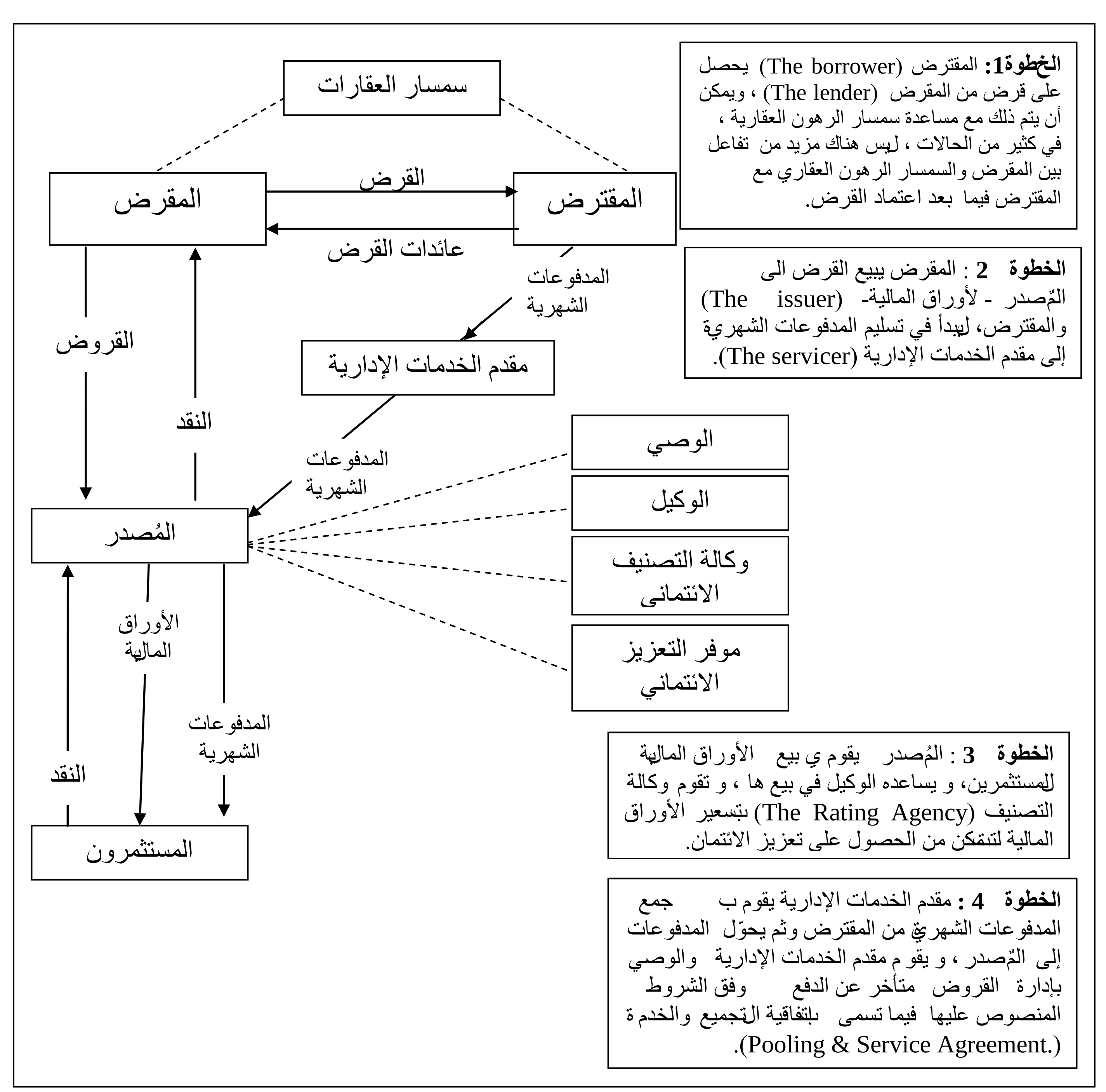
2– هيكلية سوق الرهن العقاري الأمريكي (الرئيسي و الثانوي): الشكل الموالي يوضح هيكل السوق الرئيسي و الثانوي لرهون العقارية أمريكية، الكيفية التي يتم بها عملية التوريق به، و المأخوذ من تقرير شيلا بير (Sheila Bair) رئيسة المؤسسة التأمين على الودائع الفيدرالية الأمريكية [17] (The Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)) في تقريرها أمام لجنة الخدمات المالية، في الكونغرس الأمريكي 17أبريل 2007، المصطلحات المستخدمة في الشكل البياني رقم (1) أدناه هي كالآتي[18]:

– **المقترض** (**Borrower**): و هو مشتري العقار، و الذي يقترض لشراء العقار السكني.

– **المُصدر** (**Issuer**): هو كيان خاص غرضه إبعاد الإفلاس (A bankruptcy-remote special purpose entity - SPE) [إبعاد الإفلاس يعني أن لــSPE التزامات آمنة حتى لو كان المقرض أصبح في وضع معسرا، بسبب وضعه القانوني و هيكل ميزانيته، لذا لا تتأثر SPE و إصدارات ديونها بالإفلاس المقرض]، من خلال تسهيل التوريق وإصدار الأوراق المالية للمستثمرين (و تسمى كذلك وسيلة ذات غرض الخاصة، لأنها لا تملك هدفا غير المجال الذي يتم خلقها تبعا لكل

حالة على حدة).

– **المقرض (Lender)**: كيان مكون من الوكلاء و صناديق القروض الذين يقومون في نهاية المطاف ببيع إلى SPE لإدراجها في عملية التوريق، فالمقرضين يعوضون بنقد لشراء القرض والأتعاب، وفي بعض الحالات يعقد المقرض عقد مع سمسار الرهن العقارية، يمكن أن يكون المقرضين بنوك أو المؤسسات غير بنكية.



– **سمسار الرهن العقاري (Mortgage Broker)**: يقوم بدور الوسيط بين المقترض و المقرض و يحصل السمسار على إيراداته من رسوم القرض النهائي.

– **مقدم الخدمات الإدارية (Servicer)**: هو الجهة المسؤولة عن تحصيل مدفوعات القروض من المقترضين، ثم يتم تحويلها إلى مُصدر لتوزيعها على المستثمرين، عادة يقاضى أتعابه من خلال الرسوم على أساس حجم القروض، كما انه ملتزم إلى أقصى حد بجلب المدفوعات من المقترضين إلى المُصدر، ويكون كذلك مسؤولا عن التعامل مع متأخرين عن تسديد القروض.

– **المستثمرون (Investors)**: هم مشترو مختلف الأوراق المالية التي صدرها عن عملية التوريق، فالمستثمرين يوفرون التمويل للقروض و يحملون درجات متفاوتة من المخاطر الائتمان، استنادا إلى شروط شراء الأوراق المالية.

– **وكالة التصنيف الائتماني (Rating agency)**: تقوم بالتقديرات الأولية لمختلف الأوراق المالية التي يصدرها المُصدر و تحديثاتها (من حيث القوة الائتمان و الربحية)، واستنادا إلى هذه التقديرات الأداء اللاحق والمخاطر المستشعرة يكون لهذه الوكالات تأثير على الهيكل الأولي للأوراق المالية.

– **الوصي (Trustee)**: هو الطرف الثالث عينّ لتمثيل مصالح المستثمرين في عملية التوريق، فالوصي يضمن أن عملية التوريق تعمل على النحو المبين في الوثائق عملية التوريق، التي يمكن أن تتضمن تحديد معايير خدمات مقدم الخدمات الإدارية.

– **الوثائق عملية التوريق (Securitization Documents)**: الوثائق تبين إنشاء عملية التوريق وتحدي الكيفية التي تعمل بها، من بين وثائق التوريق وثيقة اتفاقية التجميع و الخدمة (Pooling & Service Agreement.)، وهو العقد الذي يحدد كيفية سيتم بها دمج القروض في عملية التوريق، وإدارة القروض وخدمتها والضمانات، و استراتيجيات التخفيف الخسائر، كما تبين ماذا يمكن أن يقوم مقدم الخدمات الإدارية في حالة التخلف عن سداد القروض.

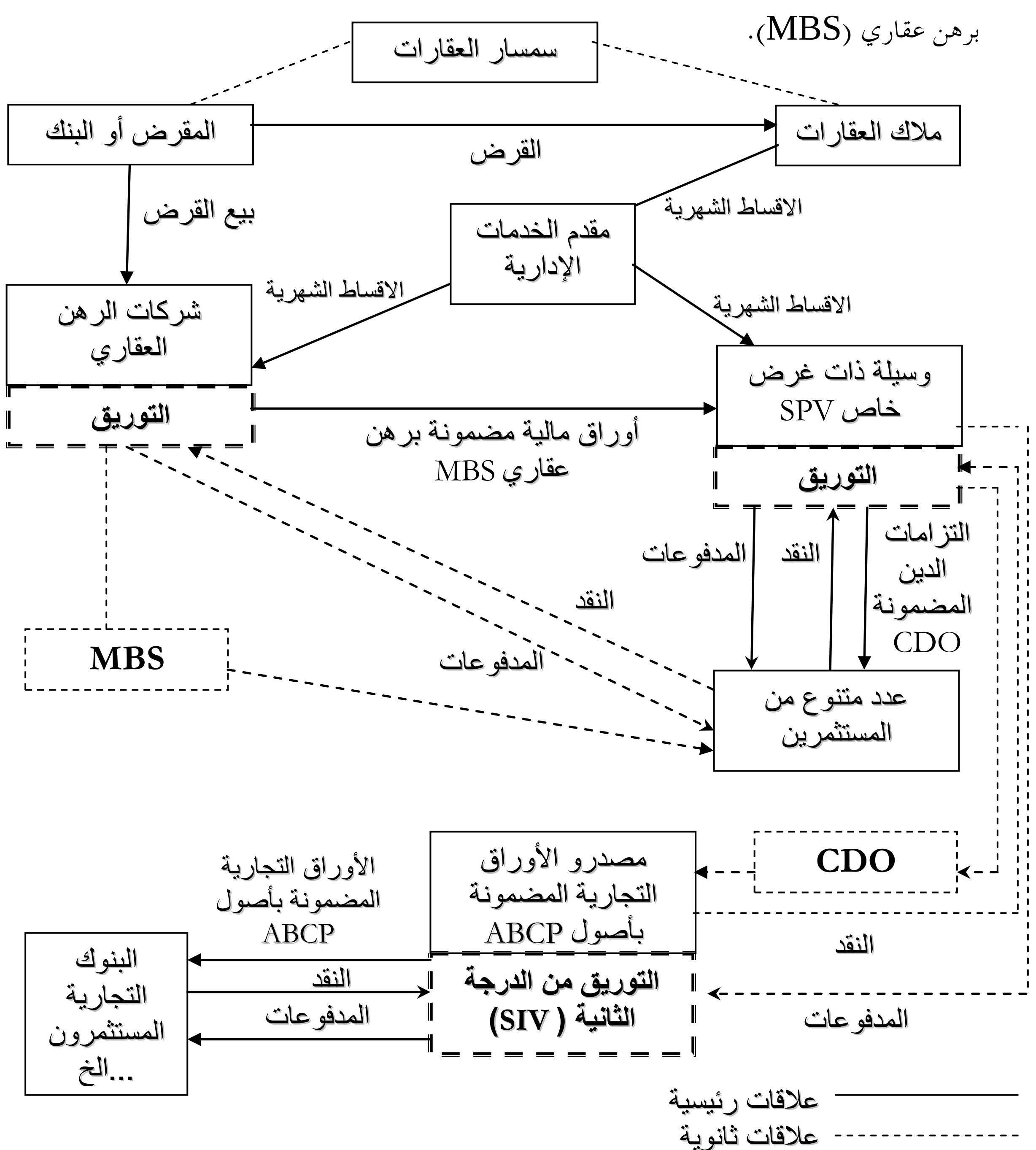
– **الوكيل(Underwriter)**: يدير إصدار الأوراق المالية للمستثمرين.

– **موفر التعزيز الائتماني (Credit Enhancement Provider)**: معاملات التوريق قد تشمل تعزيز الائتمان (تهدف إلى خفض المخاطر الائتمانية) المقدمة من قبل طرف ثالث مستقل في شكل خطابات اعتماد أو ضمانات.

3– آلية التوريق في السوق الأمريكي[19]: يحاول الشكل(2) أدناه شرح آلية التوريق في السوق الرهن العقارية الامريكية.

- بعد أن يحصل ملاك العقارات على التمويل أو إعادة التمويل على عقاراتهم من البنك عن طريق سماسرة العقارات، تقوم البنك ببيع القرض إلى الشركات العقارية، يحصل في ذلك على أتعاب .

- الشركات العقارية بدورها تقوم بعمليات التوريق القرض، هذا بعد تجميعها في مجمع قرضي، عن طريق أحد شركات المتخصصة في التوريق (SPV)، و ينتج عن هذه العملية أوراق مالية مضمونة برهن عقاري (MBS).



الشكل (): الآلية المبسطة لعملية التوريق في سوق الرهن العقاري الأمريكي.
المصدر: من إعداد الباحث باعتماد على

– الأوراق المالية المضمونة برهون عقارية ثانوية Subprime mortgages-backed Securities

، وهي أوراق مدد استحقاقها 30 عاما، عدد المستثمرين فيها محدود، لأن المستثمرين يفضلون أوراق مالية من 2-10 سنوات.

– هذا استوجب البحث عن بديل مالية يقبله المستثمرين الآخرين، لذا قامت شركات توريق أخرى (SPV) بتوريق MBS و تحويل إلى ما يسمى بـــ Collateralized Debt Obligations التزامات الدين المضمونة.

– CDS وهو مجمع قرضي، و يقوم على فكرة عدم اعتبار وعاء الرهن مجموعة واحدة من الرهون ذات 30 عاما، تقسيمها إلى شرائح مستقلة بمجموعة من تواريخ الاستحقاق تتراوح من 1 إلى 30 عاما، تتفاوت درجات تصنيفها و هي ثلاثة شرائح رئيسية الممتازة و الشريحة الوسطى و الشريحة الغير مقيمة.

– بالتالي نستطيع استقطاب كافات المستثمرين بكل أنواعهم من الحكومات و المؤسسات الكبرى إلى الافراد.

– أما التدفقات المالية لتسديد المستثمرين فهي أوكلت إلى مقدمي الخدمات الادارية، مقابل أتعاب .

– ثم يؤمن المستثمرين على أوراقهم المالية لتجنب الافلاس البنك أو مصدر الأوراق المالية، ملاك العقارات عبر دفعات شهرية إلى شركة التأمينات على رأسهم AIG .

4– دور التوريق في الأزمة المالية العالمية: اندلعت الأزمة المالية العالمية بعد انهيار بنك الاستثمار الامريكي ليمان برادرز في يوم 15 سبتمبر 2008 ، بعد الخسائر الفادحة من جراء تراجع قيمة الأوراق المالية المدعومة برهن عقارية نتيجة فقاعة الإسكان الأمريكية خلال 2006، و لقد أدت هذه الأزمة إلى تداعيات خطيرة على دول العالم[20].

كان لزيادة عمليات التوريق، وهو ببساطة شديدة قيام البنوك بتحويل ضمانات القروض التي تقدمها إلى أوراق مالية تحصل بها على قروض جديدة، و هذه القروض الجديدة تقوم بنوك أو مؤسسات مالية أخرى بتحويل جانب منها إلى أوراق مالية تحصل بها على قروض جديدة، وهكذا نجد أننا أصبحنا أمام بناء مالي من عدة طوابق يمكن أن ينهار إذا أنهار أي طابق منه، و قد عززت هذه العملية بصورة كبيرة السوق الثانوية للقروض، مما منح البنوك مرونة أكبر في الميزانية و منح المستثمرين قدرة أكبر على الوصول إلى المحافظ الائتمانية، و الأهم من هذا السياسة قد فتحت الطريق أمام البنوك فلم تعد هذه البنوك تعتمد على عمليات جذب الودائع بل توسعت في عمليات التوريق، و مما أسهم في ذلك إلغاء قانون Glass Steagll في عام 1999 و الذي كان يفصل بين العمليات المصرفية التجارية و العمليات الاستثمارية في السوق الأمريكية، و بحلول عام 2006 بلغ

حجم القروض المحولة إلى أوراق مالية غير مدفوعة نحو 28 تريليون دولار، و في عام 2007 تم تجميع ثلاثة أخماس القروض العقارية في الولايات المتحدة و ربع الديون الاستهلاكية و بيعها[21].

رابعا: التوريق الإسلامي

يعد التوريق الإسلامي احدث أداة مالية إسلامية، قد تبنتاه عدة بنوك الإسلامية كبنك قطر الإسلامي، و شركة رساميل الكويتية و غيرها. فقد أعلن مصرف قطر الإسلامي، وهو رابع أكبر بنك إسلامي في الخليج من حيث القيمة السوقية، اليوم 3 /7 / 2007، أنه يخطط لأول عملية توريق يقوم بها بنك في الشرق الأوسط[22].

و تبرز أهمية التوريق البنكي الإسلامي إلى درجة أنه ذهبت هيئة الراجحي المصرفية إلى أنه "إذا سمح بالتورق المصرفي سوف تستغني البنوك الإسلامية عن كل العقود والأدوات الإسلامية، وتكون عملية التورق هي العملية السائدة"[23].

1- مفهوم التورق:

التورق لغة مشتق من الورق، بكسر الراء، و هو الفضة ، قال تعالى " فابعثوا أحدكم بورقكم هذه إلى المدينة" (الكهف:19)، و قال عليه السلام: "في الرقة ربع العشر"، و الرقة بالتخفيف: الفضة.

و المراد به الاستعمال الفقهي الحصول على الورق، أي الحصوول على النقد، وذلك بأن يشتري سلعة بثمن مؤجل ثم بيعها لغير بائعها بثمن حاضر، و هذا المصطلح مشهور عند الحنابلة، أما بقية المذاهب الفقهية فيتعرضون له ضمن حديثهم عن العينة[24].

أعدت شركة رساميل للهيكلة المالية تقريراً عن التوريق الذي اعتبرته الحل و ليس المشكلة، و قالت رساميل : هل يمكن للأزمة المالية الحالية التي تعصف بأسواق الأمريكية و الأوربية و الأسواق العالمية الأخرى أن تحدث في ظل نظام مالي يعمل وفق أحكام الشريعة الاسلامية؟ لا أحد يعلم، و لكن من المرجح أنه غير قابل للحدوث، فالنظام المالي الذي يراعي أحكام الشريعة الإسلامية في صلب طبيعته لا يشجع بل يمنع زيادة المضاربة (عمليات الإقراض) المحفوفة بالمخاطر التي تعتبر أصل المشكلة في الأزمة المالية الدولية الراهنة، فالقوانين الإسلامية، التي تحرم الديون العالية و غير المضمونة و المضاربة، تضمن درجة عالية من الحصانة و الحذر، علاوة عن ذلك، فإن الالتزام بمبدأ العدالة يتطلب من المستثمرين الذين يعملون وفق أحكام الشريعة الإسلامية المشاركة في المخاطر و المكاسب و يحرم إعطاء ضمانات لبعض المستثمرين على المستثمرين الآخرين، و إن فقدان هذه المفاهيم و المبادئ في النظام المالي التقليدي يؤدي إلى الجشع و التقلب و الانهيار الذي نشهده هذه الأيام[25].

2- أنواع التورق [26]:

لا بد في البداية من التفريق بين نوعين من التورق:

1. **النوع الأول** من التورق هو الذي تحدث عنه الفقهاء قديما، وهم يذكرونه كما ورد في الموسوعة الفقهية في بحث بيع العينة، والبيوع المنهي عنها، والربا. وقد جاء تعريفه بصياغة متقاربة من كل من مجمع الفقه الإسلامي برابطة العالم الإسلامي وكذلك الموسوعة الفقهية الكويتية حيث إنه عبارة عن شراء سلعة بالأجل ثم يبيعها المشتري نقدا لغير البائع بأقل مما اشتراها به، ليحصل بذلك على النقد. ويتضح من هذا التعريف أن عملية التورق هذه تتميز بما يلي:

- من حيث العلاقة التعاقدية: وجود ثلاثة أطراف مختلفة.
- من حيث الضوابط الشرعية للتعاقد: وجود عقدين منفصلين دون تفاهم أو تواطؤ بين الأطراف.
- من حيث الغاية والقصد: الحصول على السيولة النقدية.

ويمكن أن نسمي هذا النوع من التورق (بالتورق الفقهي) نسبة إلى كتب الفقه القديمة أو (بالتورق الفردي) نسبة إلى أن الذين يمارسونه هم الأفراد.

2. أما **النوع الثاني** من التورق فهو الذي تريد أن تقدمه المؤسسات المالية الإسلامية كخدمة مصرفية جديدة لعملائها ضمن آليات وخطوات إجرائية وتعاقدية مرتبة ومنظمة تيسر للعميل حصوله على النقد بعملية تورق يكون المصرف طرفا وسيطا إضافيا فيها، ولذلك يمكن تسمية هذا النوع الثاني (بالتورق المنظم أو المؤسسي) أو (بالتورق المصرفي).

وفي هذا النوع يقوم المصرف:

- في مرحلة أولى بشراء السلعة أصالة عن نفسه من البائع الأصلي بناء على وعد العميل بالشراء منه أو شراء كميات من السلع دون وجود وعد مسبق بالشراء.
- ثم يبيع المصرف تلك السلعة المشتراة أو كميات محددة منها للعميل بالأجل بثمن محدد (بالمساومة أو المرابحة).
- وفي مرحلة تالية يقوم المصرف ببيع تلك السلعة التي أصبحت مملوكة للعميل إلى من يرغب شراؤها نقدا بناء على توكيل العميل له بذلك، وقد يكون المشتري النهائي للسلعة هو:

أ) البائع الأصلي الذي اشتريت منه السلعة فيتم التورق حينئذ عبر ثلاثة أطراف.

ب) أو يكون المشتري غير البائع الأصلي فيتم التورق عبر أربعة أطراف.

وقد أشار الدكتور موسى آدم عيسى في بحثه إلى أن الدافع الرئيسي والغرض من التنظيم المصرفي للتورق يكمن في:

- تحقيق السرعة في انجاز المعاملة.

– تخفيض نسبة الخسارة التي تحيق بالعميل عند إعادة بيع السلعة التي اشتراها من البنك.

أما الفرق بين التورق و التوريق فأوضح الدكتور محمد عبد الحليم عمر مدير عام مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي في أحد الندوات العلمية ، حيث أشار إلى أن التورق أداة تمويلية زاد استخدامها في البنوك الإسلامية لتوفير النقود للعملاء بديلا عن القرض بفائدة وذلك وفق ترتيبات معينة أطلق عليها التورق المصرفي المنظم حيث يقوم على بيع البنك س لعة لعميله بالأجل ويوكل العميل البنك لبيعها نقدا ويسلمه المبلغ ثم يسدد العميل ثمن الشراء على أقساط وبذلك يحصل العميل على النقد المطلوب ويحصل البنك على الربح بين شرائه السلعة نقدا وبيعها للعميل بالآجل، في حين أن التوريق يقوم على بيع مؤسسة مالية الديون التي لها على الغير في صورة حوالة حق إلى شركة توريق التي تقوم بإصدار سندات بقيمة الدين وطرحها للاكتتاب العام كل سند بقيمة اسمية معينة[27].

3– فوائد التوريق الإسلامي[28]:

3–1– المصارف الاستثمارية المنشئة: تنويع مصادر التمويل التي ترجمت إلى عدد من الفوائد، و تقليل مخاطر الاعتماد على عدد محدود من مصادر التمويل، تأمين نموهم المستقبلي الذي يعتبر نتاجا ثانويا للفوائد المذكورة سابقا، إضافة إلى كونه نتيجة لسحب هذه الأصول من الميزانية العمومية.

3–2– المستثمرين: إن التوريق الأصول عن طريق المصارف المنشئة يمكن للمستثمرين من اتخاذ قرارتهم الاستثمارية بشكل مستقل عن مركزهم الائتماني (جدارتهم الائتمانية)، و التركيز في المقابل على درجة الحماية التي توفرها هيكلية الأوراق المالية و مقدرة الأصول المحولة إلى أوراق مالية لتلبية التدفق النقدي الموعود، تمنحهم منفذا استثماريا كان السابق حكـرا لبضع شركات فقط.

3–3– المستهلكين: كلما كانت شركات التمويل أو المصارف المنشئة الأخرى قادرة على تنويع مصادر تمويلها، كلما انخفضت كلفة رأس المال، و من المرجح في هذه الحال أن ينعكس هذا الانخفاض في عروض الأسعار المقدمة للمستهلكين، و أن لم يتم تقديمها طوعيا سيتم فرضها بفعل قوى المنافسة نتيجة الزيادة في مصادر العرض.

3–4– القطاع المالي: يسهم التوريق في خلق سوق أكثر تكاملا من خلال تقديم فئات جديدة من الأصول المالية التي تناسب رغبات المخاطر لدى المستثمرين، و عن طريق زيادة إمكانية المستثمرين في تحقيق فوائد التنوع التي تلبي حاجات قطاعات السوق المختلفة، و من المرجح أن تزيد من إمكانية السوق و فرص النمو، نظراً لأن نموها لن يكون محصوراً بحجم الهيئات المالية، و يميل إلى إحداث بيئة تنافسية، نتيجة لزيادة مصدر العرض.

4– الفرق بين التوريق التقليدي و التوريق الإسلامي:

يؤخذ مفهوم التوريق الإسلامي نفس مفهوم و أهداف التوريق التقليدي تقريبا كتوفير السيولة، تحويل الأرباح إلى حملة الأوراق المالية. فوائد التوريق الاسلامي في القطاع المالي كبيرة فحسب رئيس مجلس إدارة شركة رساميل الكويتية عصام الطواري (إحدى الشركات الرائدة في التوريق الإسلامي) إلى أن التوريق يخلق سوق أكثر تكاملاً من خلال تقديم فئات جديدة من الأصول المالية التي تناسب رغبات المخاطرة لدى المستثمرين وعن طريق زيادة إمكانية المستثمرين في تحقيق فوائد التنوع التي تلبي حاجات قطاعات السوق المختلفة كما أنه يميل إلى إحداث بيئة تنافسية نتيجة إلى زيادة مصادر العرض، ويمكن أن يسهم في الصحة المالية لمؤسسات التمويل الحالية من خلال تحسين نسبهم وتقليل التباين بين الأصول والالتزامات المالية [29].

رغم أن الأزمة المالية أدت إلى تراجع حتى التوريق الإسلامي و الذي يقدر حجم سوقه 250 مليار دولار بحلول 2010، بسبب مخاوف المستثمرين إلا أن هذا الأمر لن يزعزع مستقبل هذه الأداة المالية الإسلامية المبتكرة[30].

و لكن هناك اختلافات بين جوهرية بين التوريق التقليدي و الاسلامي يمكن سردها في الجدول التالي:

التوريق التقليدي	التوريق الإسلامي
توريق القروض المدرة للفوائد.	توريق الأصول المدرة للدخول.
توريق الديون.	توريق الأصول العينية الحقيقية.
توريق مختلف الديون كـــ: ديون الدول، و قروض الإسكان، قروض البطاقات الائتمانية، قروض السيارات.....ألخ.	توريق الأصول الحلال كـــ المنافع الناتجة من تأخير ، العقارات، الخدمات، حقوق الامتياز، الحقوق التابعة للعقود B.O.T.
إصدار أوراق مالية تتوافق مع المعايير و القوانين الوضعية.	إصدار أوراق مالية تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية.
تحكم عمليات التوريق، ضوابط الربح و المخاطر.	تحكم عمليات التوريق، الضوابط الاخلاقية.
تكون التدفقات على أساس تغييرات الفائدة.	تكون التدفقات على أساس الأرباح المحققة.
تحمل المخاطر للمستثمرين.	المشاركة في المخاطر و المكاسب.
إعطاء الضمانات لبعض المستثمرين على حساب المستثمرين الآخرين.	إعطاء الضمانات لكل المستثمرين.
يستخدم التوريق في تمويل نشاطات شراء الديون.	يستخدم التوريق الإسلامي في تمويل النشاطات الإنتاجية و عمليات الشراء و البيع الأصول

	الحقيقية، و خلق فرص تمويل مفيدة اجتماعياً.
يشوب بعض عمليات التوريق التقليدية مخاطر عالية، و معاملات تشبه القمار، و درجات عالية من الشك، و الغرر و الغش.	أما التوريق الإسلامي قائم على المعاملات المضمونة نسبياً، بعيدة عن التدليس و الغش، و المخاطر الغير محسوبة، و المعاملات المثقلة بالديون.
أهداف المستثمر قصيرة المدى و ضيقة الرؤية.	أهداف المستثمر طويل المدى و واسعة الرؤية.
يساهم في نمو الاقتصاد المالي.	يساهم في نمو الاقتصاد الحقيقي.
المصدر: من إعداد الباحث.	

الخاتمة:

رغم توجيه أصابع الاتهام للمبالغ و تشعب في أشكال التوريق كأحد أبرز أسباب الأزمة المالية العالمية، إلا أن الخبراء لا يتوقعون تراجع هذه الأداة المالية الحديثة، بل يرجعون سبب الرئيسي للازمة إلى تدني معايير الاقتراض و تراجع أسعار العقارات و تزايد معدلات الفائدة و التسهيلات الكبيرة في الإقراض، و انعدام الشفافية في سوق الرهن العقاري، أدى إلى توريق ديون عالية المخاطر أو الرهون العقارية الثانوية العالية المخاطر (Subprime)، بإضافة إلى مشاكل هيكلية في الاقتصاد الأمريكي، أدت في النهاية إلى أكبر أزمة مالية منذ أزمة 1929، لا يعرف مدى تداعياتها أو متى تنتهي، كما تطرح عدة تساؤلات عن مستقبل الاقتصاد العالمي.

إن التوريق التقليدي هو أداة مالية مهمة جيدا في اقتصاد اليوم، و لكن المعاملات الإسلامية طرح بدائل أكثر آمان و فعالية في التنمية الاقتصادية، تتوافق مع الشريعة الإسلامية كالتورق و الذي يعتبر أداة مالية إسلامية معروفة في التراث الاقتصادي الإسلامي تقدم إحدى ميزات التوريق التقليدي و هي توفير السيولة، و الأداة المالية الإسلامية الأخرى هي التوريق الإسلامي الذي يقوم بأهداف التوريق التقليدي و لكن في إطار الشريعة الإسلامية و أن تعميمه قد يؤدي إلى يكون التوريق الإسلامي أهم خدمة تقدمها البنوك الإسلامية في المستقبل.

---

[1]- عبيد على أحمد الحجازي،" التوريق و مدى أهميته في ظل قانون الرهن العقاري"، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2001، ص 10.

[2]- نفس المصدر.

3- http://www.investopedia.com/terms/s/securitization.asp

4- A Primer on Securitization. - book reviews, Retrieved from: http://findarticles.com/p/articles/mi_m1094/is_n1_v32/ai_19097937

[5]- عبيد على أحمد الحجازي، مصدر سبق ذكره، ص 03.

[6]- محمد عبد المطلب بدوي، "التوريق كأداة من أدوات تطوير البورصة المصرية"، المؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات، المؤتمر العلمي الخامس عشر، كلية الشريعة و القانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 6 -8 مارس 2007، ص20.

[7]- نفس المصدر.

[8]- نبذة عن الأوراق المالية المضمونة بأصول(Asset Backed Scurities)، بورصتي القاهرة و الاسكندرية، على المسار: http://www.alexcham.org/PDF/%D9%85%D9%82%D8%AF%D9%85%D8%A9%20%D8%B9%D9%86%20%D9%86%D8%B4%D8%A7%D8%B7%20%D8%A7%D9%84%D8%AA%D9%88%D8%B1%D9%8A%D9%82.pdf، ص09.

[9]- عبيد على أحمد الحجازي، مصدر سبق ذكره ص15.

[10]- محمد عبد المطلب بدوي، مصدر سبق ذكره، ص20.

[11]- حسين فتحي عثمان، " التوريق المصرفي للديون الممارسة والإطار القانوني"، الدليل الالكتروني للقانون العربي، على الموقع : www.kantakji.com/fiqh/Files/Finance/3611.doc

[12]- مفهوم التخصص هنا يعني أن يكون غرض هذه المنشأة فقط هو شراء الأصول من البنك الراغب في توريق ديونه

[13]- يطلق على هذا التعبير على مشتري اصول شركة والذي يقترض ثم يسدد قرضه بعد ذلك من متحصلات بيعه لهذه الأصول بعد بيعها للآخرين

14- http://thismatter.com/money/bonds/types/abs/special-purpose-entity.htm

[15]- عبيد على أحمد الحجازي، مصدر سبق ذكره، ص 19.

[16] - القانون 05-06 الصادر 20 فيفري 2006، و المتضمن توريق القروض الرهينة، الجريدة الرسمية، الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية.

[12]- **مؤسسة التأمين على الودائع الفيدرالية** هدفها صون وتعزيز الثقة العامة في النظام المالي الأمريكي عن طريق تأمين الودائع في البنوك ومؤسسات الادخار الأكثر من 100000 دولار، من خلال تحديد و رصد ومعالجة المخاطر صندوق الوادئع المؤمنة ؛ و الحد من تأثيرها على الاقتصاد والنظام المالي عند أي إفلاس بنك أو مؤسسة ادخار، وهي مؤسسة مستقلة عن حكومة الفيدرالية الأمريكية أنشئت في عام 1933، ومن المؤمل أن تساعد هذه في ضمان الودائع خلال الأزمة الحالية، لمزيد من التفصيل أرجع للموقع المؤسسة: www.fdic.gov

18- Statement of Sheila C. Bair, Chairman, Federal Deposit Insurance Corporation on Possible Responses to Rising Mortgage Foreclosures before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives; 2128 Rayburn House Office Building, The Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) , April 17, 2007, Retrieved From: http://www.fdic.gov/news/news/speeches/archives/2007/chairman/spapr1707.html

[19] - يوسفات علي، "آليات الأزمة المالية العالمية"، ندوة حول الأزمة المالية العالمية و آثارها على الجزائر"، جامعة أدرار، 02 نوفمبر 2008.

[20] - نفس المصدر.

[21] - عبد الفتاح الجبالي،"الأزمة المالية العالمية و انعكاساتها على الاقتصاد المصري"، كراسات الاستراتيجية ، مركز الدراسات السياسية و الاستراتيجية، العدد 193، نوفمبر2008، ص13.

[22] - مصرف قطر الإسلامي يخطط لأول عملية توريق يقوم بها بنك في الشرق الأوسط موقع الاسواق العربية، 03 جوان 2007، على المسار: http://www.alaswaq.net/articles/2007/07/03/9163.html

[23] - عز الدين خوجة، **"التورق"**، المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، 2003، **على المسار:** www.islamicfi.com/arabic/research/Research_Archivefull.asp?id=58164#1.

[24] – سامي بن ابراهيم السويلم، " التورق ... و التورق المنظم دراسة تأصيلية"، بحث مقدم إلى مجمع الفقه الإسلامي، أغسطس 2003، ص09.

[25] - التوريق الإسلامي هو الحل و ليس سبب الأزمة، جريدة القبس، العدد12713، 20 أكتوبر 2008، ص43.

[26] - عز الدين خوجة، مصدر سبق ذكره.

[27] - التورق والتوريق يشعلان الجدل في ندوة بجامعة الأزهر، جريدة الشرق الأوسط السعودية، 27 نوفمبر 2007 العدد 10591.

[28] - التوريق الإسلامي هو الحل و ليس سبب الأزمة، جريدة القبس، العدد12713، 20 أكتوبر 2008، ص43.

[29] - مصرفي يؤكد أن التوريق الإسلامي يقيد المستثمر بمصير التجارة، المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية CIBAFI، 2008/11/08 ، على المسار:
http://www.cibafi.org/NewsCenter/Details.aspx?Id=4202&Cat=3&RetId=4

[30] - مصرفيون: أزمة الرهن العقاري تتراجع بـ "التوريق الإسلامي" الخليجي، الاقتصادية الالكترونية، العدد 5325 ، 10 ماي 2008 ، على المسار: http://www.aleqt.com/2008/05/10/article_140453.html